

网络接配及塔设

天孚通信（300394.SZ）

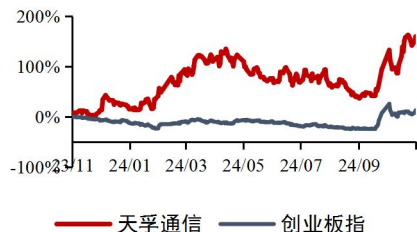
买入-A(维持)

无源器件景气度高，光引擎等待 1.6t 上量贡献更大弹性

2024 年 11 月 6 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



事件描述

➢ 公司发布 2024 年三季报。2024 前三季度公司实现营收 23.9 亿元，同比 +98.6%；实现归母净利润 9.8 亿元，同比 +122.4%，扣非归母净利润为 9.5 亿元，同比 +126.2%。单三季度来看，公司营收 8.4 亿元，同环比分别 +54.8%、+1.8%；归母净利润为 3.2 亿元，同环比分别 +58.7%、-14.1%。我们认为公司三季报表现符合预期。

市场数据：2024 年 11 月 5 日

收盘价(元):	133.93
年内最高/最低(元):	173.99/68.65
流通 A 股/总股本(亿):	5.53/5.54
流通 A 股市值(亿):	740.29
总市值(亿):	741.85

基础数据：2024 年 9 月 30 日

基本每股收益(元):	1.76
摊薄每股收益(元):	1.76
每股净资产(元):	7.00
净资产收益率(%):	25.22

资料来源：最闻

分析师：

高宇洋

执业登记编码：S0760523050002

邮箱：gaoyuyang@sxzq.com

张天

执业登记编码：S0760523120001

邮箱：zhangtian@sxzq.com

研究助理：

孙悦文

邮箱：sunyuewen@sxzq.com

事件点评

➢ Q3 业绩环比下滑主要由于光引擎交付节奏以及财务费用原因。营收方面，在全球高速光模块出货量大幅增长的背景下，公司无源器件或保持了较高增速（半年报同比增速为 63.4%）。有源器件光引擎部分 Q3 或变动不大，下游大客户在 GPU 产品组合切换期以及云厂商自研以太网白盒交换机上量等因素导致环比拉货速度放缓。毛利率方面，Q3 整体为 59.0%，环比略下滑 0.73pct，受到汇率、产品结构、客户结构的影响。费用方面，Q3 财务费用环比增长 0.55 亿元，一是受 Q3 美元汇率下降影响，二是不同季度利息收入差异。此外随业务规模扩大和泰国工厂投产，公司管理费用环比增长 14.9%，研发费用环比增长 1.7%。

➢ 公司面向硅光平台提供多种无源器件解决方案以及光引擎代工服务。市场部分观点认为随着光模块向硅光集成路线发展，无源器件的数量和价值量将逐渐下降。我们认为相较 EML 分立方案，硅光方案确实大幅减少了 BOM 器件数量并简化了需要人工的多个流程，但对于无源器件的需求仍然存在且部分品类呈增长态势，如用于光源耦合光路校准的透镜、隔离器用于 PIC 耦合、光路 tx 的 FAU 等，尤其是 FAU 由于耦合技术路线不同定制性较强是价值量较大的器件。对于光引擎封装，由于光源耦合方式、PIC 耦合方式各具特点，也为专业封测服务带来市场需求。公司作为 400G、800G 全球最大的光引擎供应商之一，在 EML 平台具有丰富经验，根据客户需求将推动硅光引擎出货。产品组合方面，英伟达 Blackwell Q4 开始出货将逐步带来 1.6T 光模块需求，或为 EML 和硅光并行方案，公司配合大客户持续研发，价值量有望显著提升，份额稳中有增。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



➤ **前瞻布局 CPO，未来打开更大增长空间。**随着 SERDES 速率向 224G 升级，交换机功耗和信号损失问题愈发严重，CPO 将逐渐导入。CPO 供应链结构较可插拔光模块出现较大变化，由于封装载体发展将经过 COB、基板、interposer 三个阶段，未来 2-3 年还将主要处于 1-2 阶段，对于光引擎的封装工作与目前硅光光模块类似，或产生专业化代工需求。公司针对硅光技术平台和 CPO 配套产品有多个项目研发正常推进，我们认为公司有望成为 CPO 配套 FAU、PM 光纤以及光引擎的重要供应商，在海外供应链中抢占先机。

盈利预测与投资建议

➤ 根据三季报公司表现以及 1.6T 光引擎出货节奏变化，我们调整公司 2024-2026 年归母净利润预测为 13.7/25.7/33.0 亿元（前次为 15.2/26.4/31.4 亿元），维持“买入-A”评级。

风险提示

➤ 海外 AI 投资不及预期导致高速光模块市场增速不及预期；下游大客户引入新供应商导致竞争格局恶化；有源产品占比提升拉低整体毛利率水平；无源器件新品在客户 1.6T 和硅光导入不及预期；CPO 项目进展不及预期。

财务数据与估值：

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,196	1,939	3,370	6,888	8,582
YoY(%)	15.9	62.0	73.8	104.4	24.6
净利润(百万元)	403	730	1,369	2,570	3,302
YoY(%)	31.5	81.1	87.6	87.7	28.5
毛利率(%)	51.6	54.3	56.8	53.9	54.2
EPS(摊薄/元)	0.73	1.32	2.47	4.64	5.96
ROE(%)	15.4	21.7	31.6	39.6	35.5
P/E(倍)	186.1	102.8	54.8	29.2	22.7
P/B(倍)	28.6	23.5	18.0	11.9	8.2
净利率(%)	33.7	37.6	40.6	37.3	38.5

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总
资产负债表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2169	3045	3941	6198	9266
现金	673	1864	2208	3267	6633
应收票据及应收账款	323	428	878	1497	1462
预付账款	3	4	11	16	20
存货	186	256	350	919	654
其他流动资产	984	493	494	499	496
非流动资产	732	853	1058	1424	1440
长期投资	8	8	9	10	10
固定资产	592	616	852	1229	1264
无形资产	50	49	45	40	36
其他非流动资产	82	179	153	145	129
资产总计	2901	3898	4999	7622	10706
流动负债	233	504	628	1092	1351
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	116	277	368	609	965
其他流动负债	117	227	260	483	387
非流动负债	31	31	31	31	31
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	31	31	31	31	31
负债合计	264	535	659	1123	1383
少数股东权益	11	171	174	177	183
股本	394	395	553	553	553
资本公积	1046	1073	915	915	915
留存收益	1195	1727	2482	3897	5717
归属母公司股东权益	2626	3193	4167	6322	9140
负债和股东权益	2901	3898	4999	7622	10706

现金流量表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	464	902	940	1880	3904
净利润	405	730	1372	2573	3308
折旧摊销	83	90	90	136	173
财务费用	-20	-59	-73	-67	-102
投资损失	-27	-16	-20	-25	-30
营运资金变动	-10	66	-427	-734	558
其他经营现金流	33	91	-2	-2	-2
投资活动现金流	-180	258	-273	-474	-156
筹资活动现金流	-128	-9	-323	-347	-381
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.73	1.32	2.47	4.64	5.96
每股经营现金流(最新摊薄)	0.84	1.63	1.70	3.39	7.05
每股净资产(最新摊薄)	4.74	5.76	7.52	11.41	16.50

利润表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1196	1939	3370	6888	8582
营业成本	579	886	1454	3174	3934
营业税金及附加	11	17	30	61	76
营业费用	18	18	30	48	60
管理费用	63	83	131	220	275
研发费用	123	143	236	448	515
财务费用	-20	-59	-73	-67	-102
资产减值损失	-14	-23	-37	-96	-103
公允价值变动收益	2	1	2	1	2
投资净收益	27	16	20	25	30
营业利润	451	862	1565	2955	3776
营业外收入	3	0	2	1	1
营业外支出	3	21	12	17	14
利润总额	451	841	1555	2940	3763
所得税	46	111	182	367	455
税后利润	405	730	1372	2573	3308
少数股东损益	2	-0	3	3	6
归属母公司净利润	403	730	1369	2570	3302
EBITDA	526	908	1621	3043	3877

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	15.9	62.0	73.8	104.4	24.6
营业利润(%)	30.7	91.3	81.5	88.8	27.8
归属于母公司净利润(%)	31.5	81.1	87.6	87.7	28.5
获利能力					
毛利率(%)	51.6	54.3	56.8	53.9	54.2
净利率(%)	33.7	37.6	40.6	37.3	38.5
ROE(%)	15.4	21.7	31.6	39.6	35.5
ROIC(%)	15.0	22.1	32.2	40.1	35.5
偿债能力					
资产负债率(%)	9.1	13.7	13.2	14.7	12.9
流动比率	9.3	6.0	6.3	5.7	6.9
速动比率	8.1	5.4	5.6	4.8	6.3
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.6	0.8	1.1	0.9
应收账款周转率	4.0	5.2	5.2	5.8	5.8
应付账款周转率	5.3	4.5	4.5	6.5	5.0
估值比率					
P/E	186.1	102.8	54.8	29.2	22.7
P/B	28.6	23.5	18.0	11.9	8.2
EV/EBITDA	139.5	80.1	44.7	23.5	17.5

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

